

産業再生機構の現状

斉藤 惇

関理事長 それでは、お待たせいたしました。

今日の「資本市場を考える会」は、御案内いたしましたように、株式会社産業再生機構社長の斉藤惇様をお招きして、「産業再生機構の現状」というテーマでお話を伺うことにいたしております。

斉藤社長は、証券界で長く御活躍されておられますので、皆様も御存じの方が多いと思いますけれども、昭和三八年から平成一〇年まで野村證券にお勤めになり、数々の御要職を歴任されました。その後任友ライフ・インベストメントの方にお移りになり、昨春に、株式会社産業再生機構が新しい政府の重要施策と

して設立された際に、社長に御就任になりました。

産業再生機構の活動については、いろいろ報道もされておりますけれども、大変御苦労の多いお仕事のように思います。また、具体的な案件が常に進行中で、伺いますと、土日も常に十分お休みもとれないような状況にあるようでございます。

今日は、差し支えない範囲でいろいろなお話を直接聞かせていただくことにしたいと思います。

では、斉藤さん、どうぞよろしくお願いいたします。

斉藤でございます。よろしくお願いいたします。

今日は、兜町での話ということでございますので、あまり一般論のお話しても意味がないのではないかと、相当プロの方がいらつしやると思いますので、少し技術論をお話しさせていただきますと思います。

産業再生機構は、昨年五月一日に正式に発足しましたが、御案内のように、なかなか厳しい御意見などを頂戴しながら仕事をさせていたでいるというのが現状であります。ジャーナリストイックな批判が多くありますが、産業再生機構は、産業再生機構法という法律のもとで仕事をしているわけでありますので、法律の内容や規定を十分理解していただかないままに批判されるといふケースもあつて、それに答えることが大変難しい場面もあります。今日は、その辺のことを踏ま

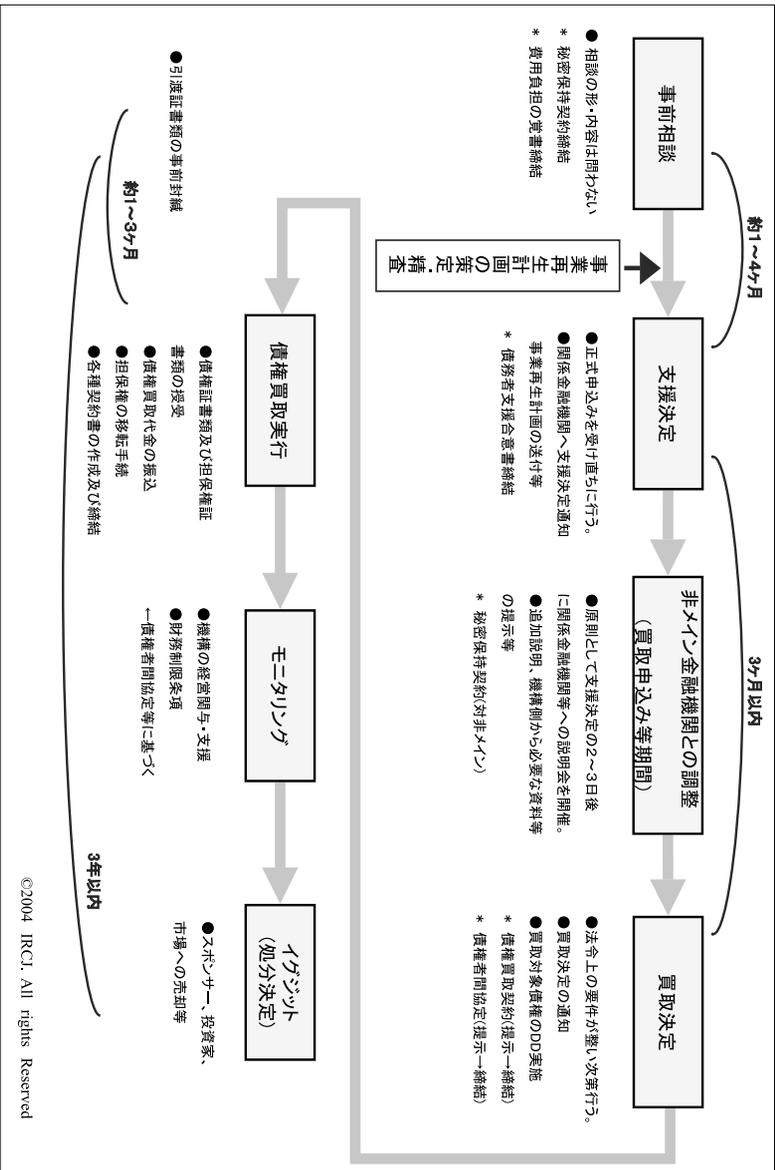
えてお話しをさせていただきますと思います。

一、産業再生機構の業務の流れ

お手元の資料の図表1からお話をさせていただきますと思います。

先般、金融庁から、全国の銀行二二九行の不良債権の状況が公表されました。不良債権比率が低下してきて六・八%になったという報道がありますけれども、いわゆる大手銀行の開示債権は三月末で一〇兆円を少し切った位になっていると思います。大手銀行の総貸出資産が約二七〇兆円程度ではないかと勝手に推測しておりますので、このあと二%、つまり、五兆円近い処理をしなければ、小泉内閣が約束しました「来年の春までに不良債権比率を四%台にする」という約束のラインになりませんので、あと五兆円位の処理が行われ

図表 1 業務フロー (概略)



るものだと我々は思っております。

ミクロとマクロでみますと、マクロはいろいろ調子がよくなつてきて、株も久しぶりに上がってきておりますが、ミクロでみましても、バランスシート上、いわゆるエクイティ・バリュウが結構出てきているというのがよくみえます。このように不良債権の処理は大分進んでいると思われましかれども、細かく調べると、実際は、必ずしもそう簡単ではないということがいえます。

産業再生機構における業務フローでは、最初に、銀行と事業会社の両者が自分の再生プランを持って再生機構に相談に来るといった形になっております。したがって、我々の方から、どこか会社の不良債権を処理しようとか、そういう働き方はしてはいけないことになっておりまして、我々は、常に受け身なのです。例えば産業再生機構は規模の小さい事案しかやらないとか、地方案

件しかやらないという指摘がありますが、実は主語が違うのです。まず、銀行が持ってこられるのですから、持ってこられたものについて、我々は、原則検討をする事にはノーとはいわないことになっております。

したがって、まず事前相談に比較的長い時間をかけます。例えば、去年の今頃持ってこられたものがまだ我々のポケットに入っているようなものもあります。それは、いろんな理由で前へ進めない、例えばある程度まで詰めたけれども、オーナーが窮境の原因をつくっているのです、どうしてもオーナーに責任をとってもらうことにするといふときに、「国の金さえ入れてくれれば、おれはもう一回やれる」というような返事をして辞めなさい、こういうことを半年位やり合っているというようなケースもたくさんあります。銀行も、最初のうちにはあまり無理をいわないでくれとおつ

しゃっていたのが、さすがに産業再生機構のいうとおりだなということで、経営者のところに行つて「経営責任をとるべし」と説得しても、経営者がなかなか責任をとらないというケースもあります。

いずれにしても数ヶ月間の事前相談をして、その後更に数ヶ月のデューデリジエンス (due diligence = 適正評価作業) を繰り返した後、委員会で「支援決定」に入ります。このときの特徴は、産業再生機構が支援決定をやりますと、「一時停止」をかけます。したがって、企業が傷むことがそこで止まるといふことです。産業再生機構の一つの特徴は、金融債権しか対象にしないといふことです。すなわち、事業債権、いわゆる一般商事債権は原則一〇〇％プロテクトいたしますので、企業の傷みは非常に少ないわけです。にもかかわらず、産業再生機構へ行くといふのは何か倒

産のイメージがあるので、嫌がられる事業主がおられるそうですけれども、これは全く逆なのです。産業再生機構へ持ってこられると、そこで再生を目的にやりますので、普通、その会社は再生するだろうという見通しになると思います。

「支援決定」をしてから三カ月以内に「買取り」に移行します。買取りは、非メイン銀行を我々が一行一行訪問して、決めた比率で「債権を放棄してください。例えば一〇億円お貸しになっていたら、八億円は放棄してください。二億円しか戻りませんが」というように放棄の交渉をするわけです。これはプロラタで、例えば八〇％の放棄と決めましたら、一律全員八〇％。一〇〇億円貸しているところも、一〇億円貸しているところも、下の方は切るところがありますけれども、原則八〇％ということですが、信金であることが、地銀であることが、第二地銀であることが、いわゆるメガバンク

であろうが、同じような考えでやります。

これが大変な作業です。三井鉱山の場合、四三行訪ねました。これを六―七名位で回って、とにかく放棄して下さいというのですが、法律で三カ月という余裕があるものですから、保有債権三億円位のお客さんが、「おれはとにかく嫌だ、納得できない」と繰り返し返す、ただ嫌だという主張です。私は昔、証券マンでしたから、株を売り込むのと同じ調子で頼み込むのですが、「理屈が通らない。昔、あの事業主はとにかく貸してくださいと頭を下げていたので、貸してやったのに、債権を放棄せよとは何事だ」という主張を続けるわけです。「しかし、そうはいつでも、あなたは会社をみていなかったのですか。昨日まで金を貸していたのではないですか。実際あなたの貸した金の価値は、もう二割しかないのです。本来は、銀行がそれを査定しておかなければいけなかったの

すけれども、それができていなかったの、我々がやむを得ずやらざるを得ない。放棄して下さい」という説得をいたします。これは、「私的整理のシステム」でやっているために、債権者の九五―九九%以上の賛成がないと成り立たない。反対者がいると「法的整理」へ移行せざるを得ない。いわゆるトリガーになるということで、「あなたがこの会社を引き倒しますか」ということが、私どもただ一つの強い言葉であって、そのほかには法的な力も何もありません。

中立で、透明である、我々はお金のために働いていませんので、全く奉仕精神だけで働いているということが一つのセールスポイントです。社員が一四〇人位いますけれども、ロイヤル、アカウント、彼らのほとんどは、アメリカのビジネススクールの出身であり、それまでの職場での所得から比べると七分の一、五分の一位の給料で、激

務に次ぐ激務の仕事に就いていますが、彼らの奉仕の志が一つの喜びであります。アメリカの会社で一〇年、二〇年働いた者が多いのですが、「目の前でアメリカの会社あるいはヨーロッパの会社に何十%と利益を抜かれている状況は、自分たちでやっていてもむなししい。どうしてこの国はこんな国になっているのだ。政府が産業再生機構を創ったのなら、自分達が何とか助けにならないか」という気持ちで働いている連中ですから、出世とかそんなことは全く念頭にありません。組織的にも出世とか、昇格とか、昇給とか、そんなものは原則ない会社なのです。入社するときに決めた給料で五年間働く、辞めなければいつでも辞めなさいということだけなのです。

私は、何の命令も要らない社長で、社員が自分たちで土日出勤して、また、夜中十二時、一時までとにかく働く、困るのは社長の私もつき合わさ

れるということであり、彼らと体力が全然違いますので、こちらも少しへとへとになりますけれども、いずれにしても買取り決定が終わりますと、後は事業が計画通りに進んでいるかをモニターすることになります。

銀行が債権放棄をした後の残余分については、銀行の要請があれば、これを産業再生機構が買取ります。例えば債権十億円のうち八億円は放棄して、銀行側に二億円が残った場合、「この二億円は産業再生機構が買い取ってくれ。おれはこの会社は嫌だ」といわれるのであれば、「分かりました。それでは二億円は買いましょう」という仕組みであり八億円は放棄されます。ただ、残りの二億円は、このまま保有すると同意される銀行もおられます。メインバンクは主にそうです。したがって、例えば三井鉱山では、四〇行あった銀行がたった一行になりました。大体メインバンクと

私どもと事業会社、この三者に絞られる。四〇対一対一だったのが、一対一対一に絞られて再生していくということです。

対象事業は三年以内に再生させて、機構から卒業（イグジット）しなければなりません。だれかに買ってもらうなければならないので、我々は、企業経営も厳しくモニターいたします。場合によっては、社長を入れ替えて、人材を送り込むこともします。金門製作所の場合は、我々が社長を選んでまいりまして、社長にこういうように経営して下さいということを言い含めて、就任してもらいました。さらに、ほとんどの事案で産業再生機構の社員が社外重役で入っております。そのまま経営に直接携わりたいという者もいますけれども、今のところ、社外重役としての立場で、厳しいモニターをしながら再生を進めております。

御蔭様で、最初のうちから手がけたものは、か

なりリカバリーを始めております。このような状況で、出来ればファンドなどよりも、同業者などでその会社を買いたいということがおられたら、イグジットさせるといのが業務の流れです。

産業再生機構のような組織は、御案内のように、米国、英国、スウェーデン、マレーシア、韓国等々にありまして、それぞれ成功したといわれておりますが、わが国とは状況が全然違うのです。これらの国は全部インフレであったし、また、アメリカは別ですが、当然基軸通貨に対して、その国の通貨は暴落に近い下落があったわけです。そういう状況の中で産業再生機構のようなものができて救済したというのが、スウェーデンのケースであり、韓国のケースであり、マレーシアのケースです。ところが、日本の場合は、通貨はむしろ上昇していて、しかも、長期にわたるデ

フレである。バランスシートの左側は毎月、毎週バリュートを落としていく中で企業の再生を行うのは、実は並み大抵の仕事ではありません。

日本の問題は、企業の生産性が低いままに置かれていくということです。すなわち、資本効率が悪化し、デフレによる資産の劣化に伴って債務超過を起こしている企業が非常に多いということでもあります。上場企業でも、厳格にマーク・トゥー・マーケットを行って、市場価格で実態バランス・シートをチェックすると、債務超過を起こしている企業が非常に多いと思います。ただ、株式市場の恐ろしさというのは、誰が計算しているかわかりませんが、債務超過を起こしている企業の株は見事にちゃんと下がっている。企業価値（エクイティーバリュ）が上がってくると、株が上がっています。したがって、こういう分析を細かくやっている、株がどっちに行くか非常によく

わかるということでもあります。

マッキンゼー社の報告によれば日本は、自動車、機械、家電については、生産性はアメリカを二〇％ほど超えております。ただ、食品加工、繊維、国内向けの製造業、小売、特に医療、建設などの業種は国内向けサービス産業といえますけれども、アメリカを一〇〇としますとおおよそ六三程度の生産性しか持っておりません。しかし、産業のウエートはこちらの方が大きいのです。輸出産業は、全産業のうちで数％しかないので、労働者の就業率から見ても、実は競争力を持っていない産業に従事している日本の労働者の方がはるかに多いということです。その現象はますます厳しくなっております。

例えば小売業をとりますと、いわゆる「パパママストア」、おじいさんやおばあさん、お母さんなどの人たちだけで経営しているような会社は、

日本はまだ全体の五五%あります。これが、アメリカでは一九%位しかない。いわゆるヨーカドーやイオンみたいな形になっているのが多いということです。フランスあたりでも、日本とよく似ていますけれども、二五%位しかありません。

物流で見ますと、日本は七八%がこのパパママ型です。欧州は二〇%、アメリカはもちろんこれより低い。こじいのが結局は日本の全体のROE (Return on Equity = 自己資本利益率)、ROA (Return on Assets = 総資本利益率) を非常に低くしているということです。

二、資産等の適正評価作業

図表2は企業の資産等の適正評価作業(デュレディリジェンス)を示したものであります。我々としては、企業の再生の可能性を判断する場合

に、フリー・キャッシュ・フローと負債額の分析、オペレーティング・キャッシュ・フローと営業利益との関係、あるいはROIC (Return on Invested Capital)、トータルキャピタルとWACC (Weighted Average Cost of Capital) との比較などを重視しています。

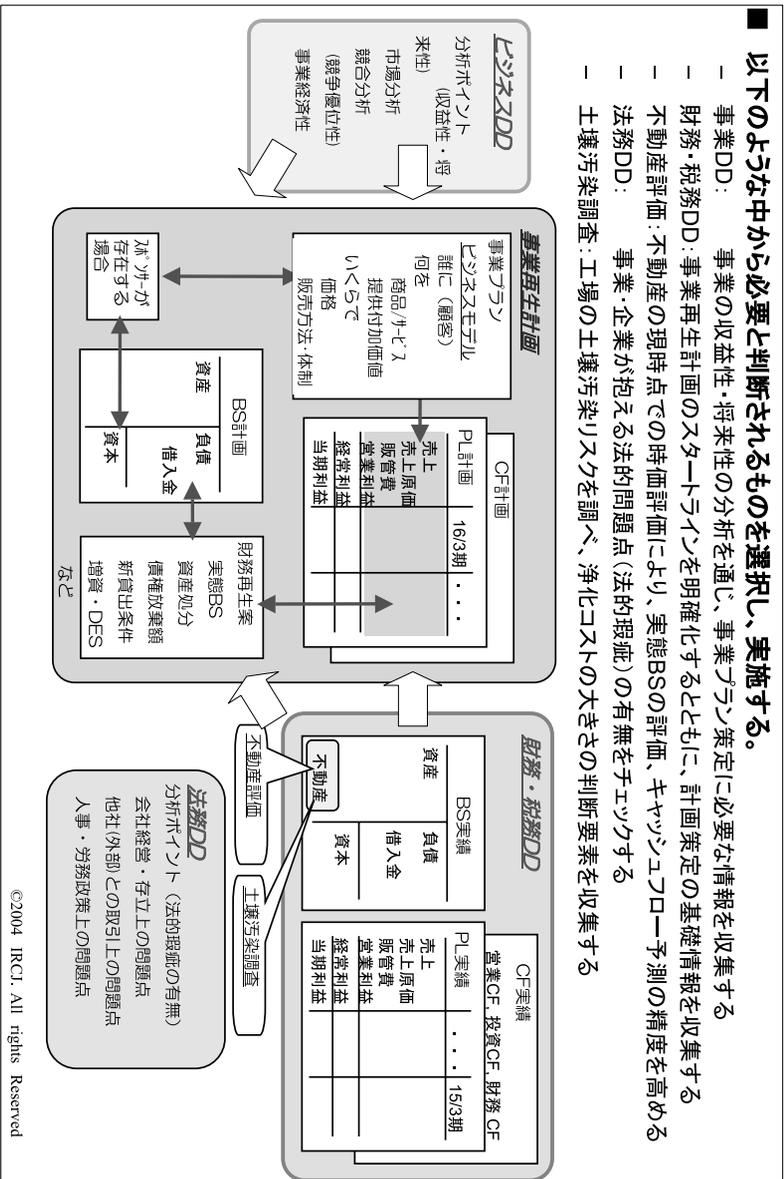
例えばGEは、現在、電気製品は四〇%位しか作っていないが、GEC (GE Capital) 的な仕事が多いのですが、GEの東京には、東京の経営者がありますね。やっぱりノルマがあるのです。どいうノルマがあるかというと、ROIC、トータル・リターン・オン・キャピタルが二〇%以上なければならぬというノルマであり、この目標を二年位続けて達成できないと、すぐ首なつてしまつそつです。

ROICそのままではなく、デットとエクイティーのトータルキャピタルに対するリターンと

図表2 デューデリジェンス(資産等の適正評価作業)

■ 以下のような中から必要と判断されるものを選択し、実施する。

- 事業DD: 事業の収益性・将来性の分析を通じ、事業プラン策定に必要な情報を収集する
- 財務・税務DD: 事業再生計画のスタートラインを明確化するとともに、計画策定の基礎情報を収集する
- 不動産評価: 不動産の現時点での時価評価により、実態BSの評価、キャッシュフロー予測の精度を高める
- 法務DD: 事業企業が抱える法的問題点(法的瑕疵)の有無をチェックする
- 土壌汚染調査: 工場の土壌汚染リスクを調べ、浄化コストの大きさの判断要素を収集する



いわれておりますが、二〇%が最低だそうです。

日本の一流企業は、どの位あると思われませんか。実は七%か八%しかないのです。アメリカの、特に世界的な戦略を持っている会社は、大体一七%から二〇%、二五%のトータル・リターン・オン・キャピタルを持っております。資本主義国家における競争ですから、当然資本効率の競争ですが、これにおいて、日本は今負けているのです。だから、こういう状況になっているということとを踏まえて、どうしても資本に対するリターンを上げるような経営に改めなければなりません。つまり、簡単なのです、はつきりいうと儲かることしかやらない、儲からないことは捨てる、借りたお金は返す、たったこれだけのことです。これがマスト（当然実行されること）であれば、資本効率は上がるのですが、日本は、儲からないことを延々とやっている企業がたくさんあるという

ことです。これを何のためにやっているのかと聞きますと、「先輩がやったのだから止められない」とか、「従業員がいるではないですか」とか、そのようなエクスキューズがたくさんあるわけです。そうやっていて、だんだんと企業が死んでいくことになります。

例えば、ホテルのケースを例にとってみますと、東京には、表は日本のホテルですが後ろには外国の名前が入っているのがたくさんあります。この頃はハイアットのようにそのまま表に出てきているのもあります。東京の日本のホテルで黒字を出しているのは、多分帝国ホテル一社しかないだろうと思います。その他は全部赤字だと思えます。ハイアットやセンチュリーなどが進出していますが、外資はほとんど全部黒字です。どうしても黒字かというのわかっていて、ホールディング、いわゆる建物の保有会社とオペレーションの

会社に切り分けて経営しているのです。それぞれがマクシマムリターンを求めてやっているのですが、そのことは、日本のホテルの経営者もみんな分かっているのです。だけど、同じようにできない。なぜできないかという点なる「しがらみ」です。それを断ち切ることで、嫌だという人がいて、それが切れないために、資本効率が悪化して不良債権を作っていく。結果的には、国民の税金を投入しなければどうにもならないという非常に高いコストを払う、いわゆるピシャスサイクル（悪循環）を起しているということです。

我々がやりますときは、図表²にありますように、事業DD（デューデリジエンス）による事業の収益性、将来性の分析、財務・税務DDやかなり厳しい不動産の評価、法務DDを行っていません。また、例えば大きな土地を保有している場合には、土壌検査などもやっております。我々自身

でそういうことをやるといっても、うちのスタッフが同行して、外の専門家の方と一緒に実施している。

国民の金といえば国民の金ですが、実際は、我々は、短期市場で調達した借入金を使っています。これは政府が保証していますから、あえていえば国民のお金でしょうけれども、「国民のお金」という言葉を使うと、何か国民の税金をポット持っていったらどうな感じですが、実際は金融市場でファンディングして、制度として国がそれを保証していただいているということです。そのお金で融資ないし出資を行い、経営者の刷新まで行うということをやっております。

三、支援基準について

図表³には、「支援基準」があります。これは

図表3 支援基準について

- 1) 買取決定から3年以内に申込事業者が以下の2つの基準を満たすこと
 - ①生産性向上基準
 - ②財務健全化基準
- 2) 事業再生計画を実施した場合、申込事業者に対する債権の価値が支援決定時点で清算した場合より下回らないこと
- 3) 買取決定から3年以内に新たなスポンサー
- 4) 過剰供給構造の解消を妨げないこと
- 5) 労働組合等との話し合い* 以上5つの条件を満たすことが求められている。

建設業に関する基準

- ・事業規模を縮小するか、2つ以上の企業の経営統合
- ・収益性を表す：売上営業利益率または総資本経常利益率などの指標
- ・安全性を表す：自己資本利益率デットエクイティー比率などの指標
- ・健全性を表す：固定比率、長期固定適合比率などの指標

©2004 IRCJ. All rights Reserved

法律に五つの条件が書いてあります。こういうものを満たさなければ支援決定に入ってはならないということになっております。

一番目は、三年以内にその申込事業者が、「生産性向上基準」——二%ポイントのROEの改善が見られなければいけないなど——と「財務健全化基準」——生み出すキャッシュフローで一〇年以内に有利子負債を完済するというメドを立てなければいけない。キャッシュフロー倍率が一〇倍以内でなければいけない——とを満たすことです。

二番目は、今回のカネボウなんかにも絡むのですが、事業再生計画を実施した場合、申込事業者に対する債権の価値が、支援決定時点で清算した場合の水準を下回らないこと。当然のことのように書いておりますが、残った企業に対して支援決定を遂行するよりは、今、清算した方がバリュウが高いというときには、支援対象にはならないと

いうことです。そういう場合には清算しなさいということになります。

三番目は、買取り決定から三年以内に新しいスポンサーが見つかるような支援決定計画を立てなければならぬ。

四番目は、過剰供給構造の解消を妨げてはいけない。むしろ過剰供給構造を解消しなさい。

五番目は、労働組合との話し合いがなければいけない。

この五つの条件を全部満たさなければならぬことになっております。

ただ、ゼネコンに関しましては、国土交通省がこれに追加の条件を付けていまして、事業規模を縮小するか、二つ以上の企業の経営統合をしなさい。二社のうち一社の名前が消えなければ支援決定をしてはいけない、一社の名前が消えることが条件です。建設業は、完全にオーバーキャパシ

ティー産業であるので、このようにして、ゼネコンの数を減らそうというのが国の考え方です。

公的資金による公共事業は実はよく儲かるのです。ある意味では、これまで非常に甘い査定をして、だれもフォロワーしていなかった事業を対象としていますので、物すごく儲かる。バランスシートはガタガタになっても、給料だけは何とか払って、会社をぐるぐる回すことはできるので。過去、この不況が続いている間に、建設業界は、驚くべきことに、会社が実は増えているのですから、何とかしてこれを清算しないと、完全なオーバーキャパシティーです。そういう意味では、国土交通省も、産業再生機構に対して、建設業をイージーに安易な支援はしてはいけませんといっているわけです。

建設業については、五つの要件以外に、収益性、安全性、健全性をあらわす指標が業界平均に

達していなければいけないというルールがあるので、我々が支援対象にするしなにかかわらず、銀行はあまり持ち込んでこないのです。そうなる、と、マスコミあたりはまたおもしろおかしく、「いつ建設業をやるのですか」とか、「やらないんですか」というように、ほとんど毎晩同じ質問をします。

四、支援決定までのプロセス

図表4は、支援決定までの実際のプロセスを示しています。

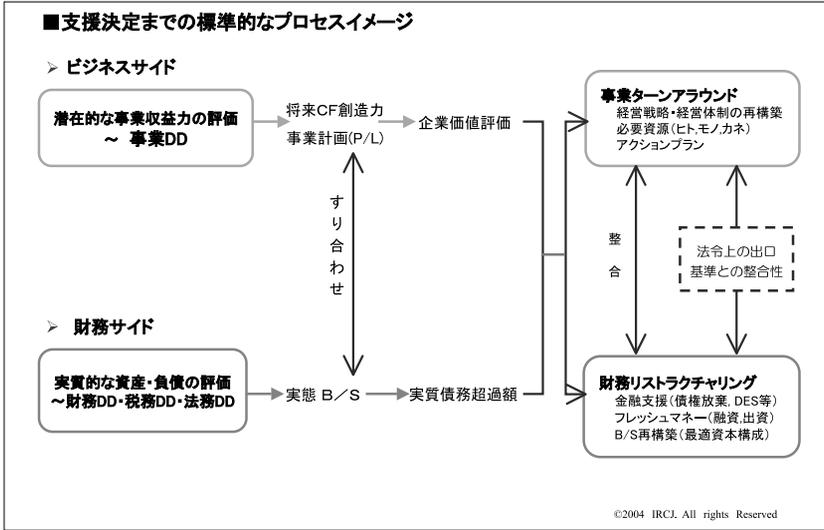
少し技術論になるのですが、我々としては、ビジネスサイドと財務サイドでデューデューリ(D)をやりませう。これらは当然すり合わせながらやっていくということです。

ビジネスサイドから見ました企業価値評価と、

財務サイドから見ました実態バランスシート、つまり、マーク・トゥー・マーケットいわゆる市場価値で評価した実態のバランスシートとの組み合わせから、実質的な債務超過額を引き出します。

これまで一一件のケースを実施しましたけれども、銀行や事業会社と意見が食い違う第一点はこの財務デューデューリにおける資産評価という問題です。バランスシートの資産を評価するとき、産業再生機構はこんなに厳しい評価をするということが通説のようになって、何か産業再生機構が悪いことをしているように新聞に書かれる。私は、ある新聞の社説と一般記事と切り抜いて両方を持って行って、「社説には、せっかくできた産業再生機構を使って、日本は徹底的に新しい未来に向かうべきだと書いてある。一方の一般記事では、地方の案件ばかりやっておる、こんなものはもう要らない、「産業再生機構不要論」と書いて

図表4 支援決定までのプロセス



てあります。新聞社としては、どちらが本音なのですか」というような議論をやった事もありません。

財務デューデイリによって、実態バランスシートを作っていくのですが、まず、「事業の継続資産」(コアな事業)とキャッシュフローを生まない、事業とは関係ないノンコアの資産、いわゆる「処分対象資産」との二つに分割します。

あるデパートで、バブル時代にオーナーが隣の土地を買っておけと指示したから買ったというようなことがあります。「隣の土地を買っておけばいいのだ。なぜならデパートが建てばまた儲かるのだ。まだ地価は上がる。」こうしたわけのわからぬ理屈で、みんな土地を買っているのです。

しかし、その土地を使って何もやっていない。つまり、事業に参加していない土地をみんな持っているわけです。このような事業に参加していない

土地の評価については非常にもめる。私どもは、事業に参加していない土地の評価は、原則「明日売れる値段」で評価したい。「明日」というと少し極論ですけども、実際に売れるか売らないかは別にして、ある年限で売れる値段で査定をするというルールをとっています。

「継続保有資産」は、継続使用する資産です。つまり、継続するゴーイング・コンサーンを前提としていますが、「処分対象資産」は売却による換金を前提として査定します。

先ほど申しましたように、デフレが続いておりますので、時価定義について非常にもめるわけです。例えばある会社の場合にも非常にもめました。九州と北海道を合わせて、五〇〇万円以上の土地があるのです。現地に行ってもらえばわかりますけれども、本当に皆さんが面白いにのりだっただら、すぐにでもお売りしたいという位の土

地がある。これらの土地について、銀行側も事業会社も、高い評価をしてあるのです。このために、いろんなことが起こっている。例えば事業会社が、バランスシート上、土地の評価を高くしている。バランスシートの左側を膨らませないと、右側が債務超過になり、経営責任を問われるために膨らませているわけです。そうしてバランスをとっている。

我々が現地に行つて査定しますと、それはすぐいです。九〇〇億円、一〇〇〇億円と評価していた土地が半値以下であるというのがあるのですから。「千何百億円とバランスシートに書いてあるけれども、半値以下の価値しかないじゃないですか」ということで、大激論になるのです。しかし、実態数百億円しかないものを千何百億円にしているために、売ろうとしても売れないわけです。だれか新しい人がそこへ来て、事業をやるう

とする場合、千何百億円の土地をたとえ七〇〇億円で購入できたとしても、全然採算が合わないから、そこに来ないのです。だから、そこは全く過疎化していくのです。ただ一企業と銀行の工ゴのために、バランスシートを膨らませているために、新産業の参入がブロックされる。経済合理性が全く働かない。資本主義国家の中で、共産主義国家みたいなことが起っていて延々とやってきたのです。

だから、債権の放棄金額について銀行と非常にもめました。私どもは銀行から「おれはプロだ。おまえらは素人の集まりみたいで、わけのわからない連中がわつと集まって何をいうのだ」といつもいわれるのですが、我々は、わけのわからない連中ではなく、本当に一流のプロが集まっておりません。例えば面積の広いところがあって、道路が走っている。事業会社では、道路に沿って査定し

て、この単価を二〇〇万㎡に掛けた値段の評価になっていきます。しかし、「待ってください。道路から五〇メートル入ったところ、一〇〇メートル入ったところ、二〇〇メートル入ったところで値段が違うでしょう」と我々が言っても、「そんなことはないのだ。清算価格で評価するわけではないのだから驚くほどのことでもない」というのが銀行側の反応です。

それから、一〇〇万㎡の値段と、五〇〇万㎡の値段について、我々は、「一〇〇万㎡は例えば三年で売れるでしょう。しかし、五〇〇万㎡は二〇年かかりますので、五〇〇万㎡の値段は二〇年のデイスカウントバリューで割って、現在価値に戻す必要があります」と主張します。銀行は、「こんなの見たことがない。おまえらは素人だ」とおっしゃるのです。「わかりました。それでは、我々はこの不動産は使いませんから、あなた方が

売ってください。事業の再生にこんなペンペン草の土地は要らないのだから、そんな高いバリユーだったら、何もやれない。これが物すごく安い土地だったら、仕事をすればキャッシュフローが生まれるけれども、高くしてありますから、何も生まれません。だから、売ってください」と我々がいうと、やはり「売れない」という回答です。「売れないでしょう。売れる値段を適用することを市場主義というのです」というような議論、ほとんど「言い合い」に近いことを繰り返して、ようやくある程度のところまで納得していただくという過程をたどるわけです。

ある会社の場合、実は、銀行側に納得していただけなくて、「仮に銀行側の主張するプライスで売れたときは、少しその利益を戻します」という条件を入れたのです。銀行側の評価額で売れるわけはないのですけれども、その条件を入れて、初

めて私どもの値段を受けていただいた。

テレビで放映していましたから、申し上げてもいいと思うのですけれども、北の方の小さなデパートを手掛けました。立派なデパートで銀座にそのまま持つてきても、ピカピカに光るデパートです。このデパートを我々はキャッシュフローで計算してみると、価値が物すごく低いわけです。

ある地銀のトップの方が「キャッシュフローの計算なんてアメリカかぶれだ」などとおっしゃって、「そんなものはけしからぬ。そうではなくて、もう一回これを建て直してみようではないか。幾らの費用でできるか。」そうすると、幾らでできるという計算が出てきます。「ほら見る。今建て直してもこんな値段の価値があるのだ」とおっしゃいます。

「いや、社長、これを建て直したって、ビルがいくらピカピカ光っていても、そこから現金が生

まれなかつたら何の価値もないのです。」ということは何度申し上げても分かっていただけない。建直し価値、これは確かにあるのです。インフレ時代には、この査定方法は世界中にあります。ただ、日本はデフレなので、建直し価値で計算しても意味がないのです。日本橋に大きなビルが建ちましたけれども、どのくらいのキャッシュフローを生むことになるのか、関心を持って見ています。要するに、ビルがいくら大きくとも、そのこと自体は意味がない。そこからいくらものキャッシュを生むかが問題なのです。土地を持っていても、その土地がどれ程のキャッシュを生むかということが我々の査定基準であって、土地を持っていること自体にはほとんど価値を見出さないので

す。
我々が一〇年か一五年経営するといっているのであれば、少し話が違ってくるかもしれません。しか

し、三年以内に再生をするという命題を持つていますので、この辺は非常に紛糾するのです。図表4は、その辺のすり合わせをしながら、会社や銀行と折衝していることを示しています。上の方のビジネスサイドのアプローチは、今いいましたDCFあるいはEBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization = 利払い前、税引き前、償却前利益) の倍率を使います。EBITDA倍率は、同業者の概ね五社程度の平均倍率を適用して、事業価値を見つけるといことです。

五、企業価値の算出方法

図表5に、我々が使いますWACCとEBITDAマルチプルのパラメーターを、一応参考に書いてあります。現在このWACCは、大雑把に

図表5 企業価値の算出方法

■ 標準パラメーター例	
1 WACC(Weighted Average Cost of Capital:加重平均資本コスト)	
(1)リスクフリーレート	: 長期国債(カレントもの)の利回り等
(2)マーケットリスクプレミアム	: 負債コスト、リスクフリーレート等から設定 (5%程度が一応の目安)
(3)ベータ値	: 類似業種の β 値を参考に設定
(4)D/Eレシオ	: 類似企業の最適資本構成等を参考に設定。
(5)負債コスト	: 計画上適用されると推定される金利を基に設定
※企業規模や公開/未公開等の個別事情に応じて、流動性リスク、倒産リスク、規模リスク等、 案件固有の調整プレミアムを必要に応じて設定する場合もあろう。	
2 EBITDAマルチプル(「有利子負債額」対「税・利息・減価償却前利益」率)	
(1)類似企業	: 類似企業5社程度を選定の上、平均等によりマルチプルの推定値を算出。 決算数値については、直近決算期を利用。

©2004 IRCL All rights Reserved

言うて七〇八%位。マーケット・リスク・プレミアムは五%程度を一応の目安と書いておりますけれども、我々の場合、そのベースになる金利は非常に低いわけです。御蔭様で私どもは国の保証が付いているために、銀行が大変フェアなレートで入札していただけるものですから、その辺が民間とは違うということです。また、利益をとる必要がないという失礼な言い方になりますが、我々は利益のために働いていませんので、いわゆるDCFを用いた場合のプレゼンタリビューは少し高めに出ることがあります。それでも、銀行側はなかなか同意しませんけれども…。

EBITDAは、今いいましたように、マルチプルを使っています。

我々は、再生可能と判断されるということは、フローベースの企業価値がコア事業の資産価値を上回っていると判断されるといように考えてお

ります。もちろん、出発時点では、事業価値が資産価値を上回っていないケースもあります。実態資産価値の方がむしろ事業価値よりも高い場合、どうするのだという問題はありますけれども、一応それでも取り組めます。ただ、着地点は、必ず事業価値が高く出るように着地するような支援のプランを立てるということです。

したがって、バランスシートから得られる資産価値を上回る企業価値をベースとして算出される「金融支援総額」は、実態バランスシート上の実質債務超過額以下になっているはず。言い換えれば、実態バランスシートに基づく実質債務超過額が放棄していただく最大値と考えていただいていると思います。実質的には、支援基準が求めます三年以内にとどの段階で債務超過を解消するかという計画になりますけれども、これはスポンサーがいる場合とか、いない場合とかによって違

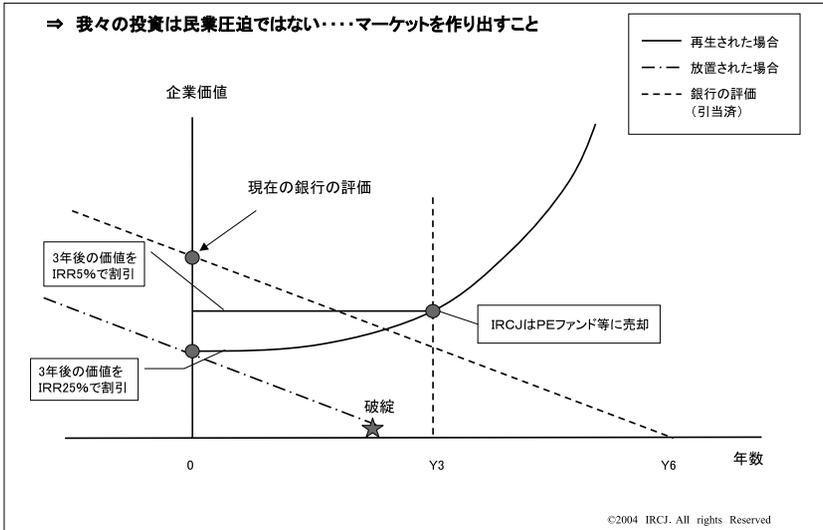
いますので、一概にいえません。

六、事業価値と時間の関係

少しややこしい話になるのですが、図表6はイメージ図であり、正確な図ではありません。この中に銀行の方がいらっしゃればお叱りを受けるかもしれませんが、点線で右下に下がっているのは、銀行の担保主義による評価方法で、デフレ経済が続いていると仮定すると、このように0からY3（三年目）、Y6（六年目）に向かって下がっていくはずであると見ております。

我々の値段は、例えば三年後の価値をIRR（Internal Rate of Return＝内部収益率）5%で割り引いた線で引きます。この直線が、産業再生機構の例えばの査定です。したがって、0のところを御覧になりますと、現在の銀行の価値より

図表6 事業価値と時間の概念図



も、当然低く出ています。それは5%位で三年後のIRRを引いているために、このようなバリュウになるのです。銀行は担保価値で評価しておられますから、当然上に出てきてしまうということです。

プライベート・エクイティ・ファンドは、このカーブのラインです。プライベート・エクイティ・ファンドは、先ほどいいましたように、リターンを追いかけていますから、大体IRR二五%位で割り引いております。そうしますと、我々の値段よりもっと厳しい値段の査定でスタートして、当然V字型のリカバリーを狙っている。彼らは大きなリターンを目標としており、欧米のプライベート・エクイティ・ファンドは、少なくとも二二%から三五%位のリターンを取っているということです。新生銀行の場合のリターンはどの程度だったか、よくわかりませんが

も、ざっと計算すると、含み益を入れると相当大きいようです。一二〇〇億円を投入して、あれだけの含み益を持っているのですから…。いずれにしても、あの程度のリターンを当然考えている。

我々は民業圧迫をしていないということを、この図で申し上げたいのですが、我々は三年目にイグジットする。イグジットするときのバリュウは、プライベート・エクイティ・ファンドのバリュウとマッチするであろうという仮定を置きながら、査定しているということなんです。したがって、イグジットする段階においては、プライベート・エクイティ・ファンドから見てもリーズナブルなプライスになっているはずだと思います。そうしないとイグジットできませんので…。

このことは、必ずしもプライベート・エクイティ・ファンドに売るということを意味するものではありません。ハゲタカファンドとよくいわ

れますが、何をもってハゲタカというか。ハゲタカファンドといつている人に聞くと、だれも何も知らないままただ言葉だけ使っている。「ハゲタカファンド、けしからぬ」という人に「ハゲタカファンドって何ですか。リップルウッドはハゲタカファンドですか」というと、「うーん、どうかな」といわれて、定義は何もわからないけれども、言葉だけがあるのです。

転がしているようなファンドは確かにあります。大変いい成績を出して、REIT（リート）でどんどん募集しているところもあります。あれは典型的なハゲタカファンドだと思っておりますけれども、いずれにしても、そういうところには我々は売りません。やっぱりできるだけ事業者に売っていく。でも、理論価格は、Y3では、結果的には、銀行よりは高くなっている。これはイメージ図です。こっぴつ考えでやっているという

ことです。

したがって、出発点が、銀行のプライスよりも低くアセットを評価したから、それは自分たちが儲けるためにそうしたのだとか、三年後でも銀行よりも常に低いかというと、そういうことではなくて、我々の考えでは、キャッシュフローを生んで、銀行の担保主義よりは恐らくバリュウーが上がって、イグジットできる。大変分厚い産業再生計画書を書くのですが、それを書くときにそういう計算をしながら書いていきます。

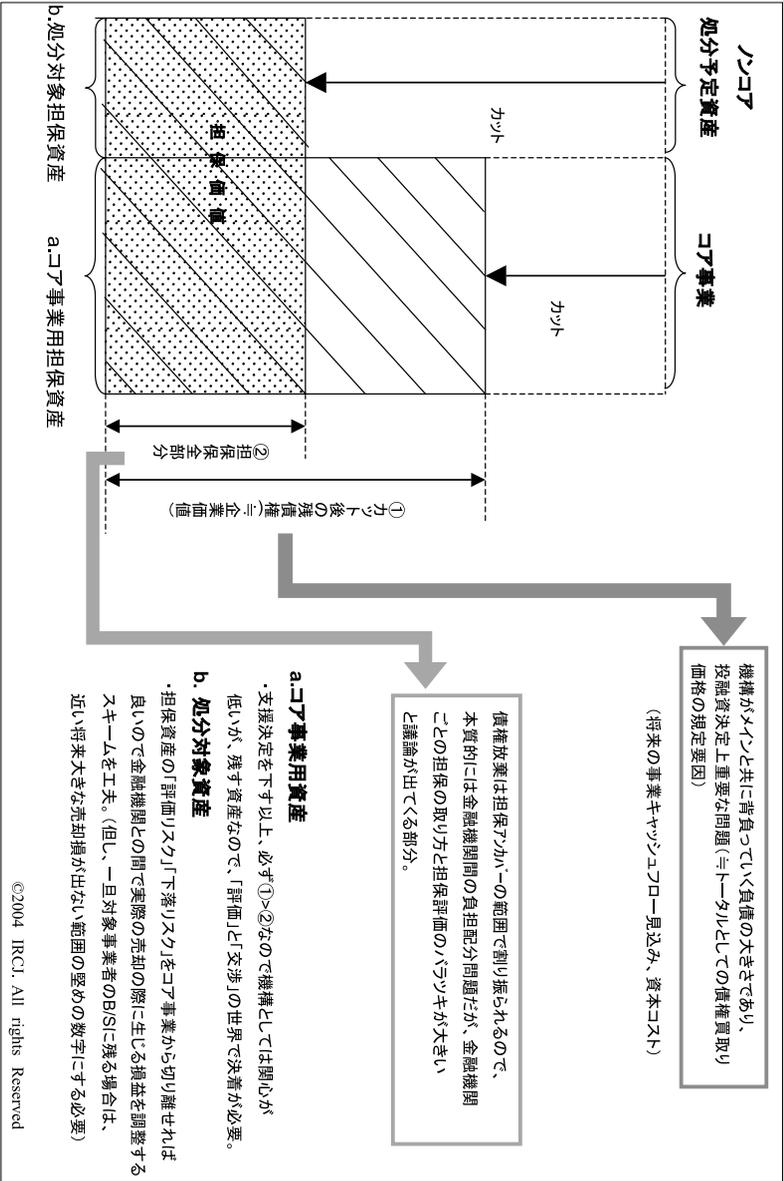
「計算をしながら」といっても、私は算数なんか一番苦手なのですが、とにかくすごい連中がいて、女性も物すごく働くのです。東京大学応用物理学や、原子力専門などの出身者等がいて、どこかの研究所に行っていた方がいいのではないかと、もったいないと思いますけれども、頑張ってくれるので、そういう人達が喜々としてこういう

計算をしながら、査定をしているということですよ。

七、債権放棄率と担保評価の関係

図表7は、もう少し詳しく、資産査定と担保評価との関係を示しています。これはバランスシートと考えていただいているので、ノンコアというキャッシュフローを生まないものは、担保部分を差し引いて、その残余をカットする、つまり放棄していただくことになります。このときには、我々としては、銀行が、その評価に不満ならば、自分で売ってくださいといっているのです。私どもに持ってこなくていいです。御自分で売ってください。事業会社でもいいのですが。あるいは、どこか信託へ移してしまう。これは現実に欧米でも、日本でもやっている

図表7 債権放棄率と担保評価の関係図



ところがあると思います。信託へ移して、寝かせてしまつ。産業再生機構に関係ないようにしてしまつ。これは飛ばしではないので、間違わないでほしいのですが、信託勘定に移すことによって、いわゆる超過回収の機会を与えるという考え方です。

それから、これは国税当局の合意がないとだめですが、先ほど申しましたように、プロフィットシェアリングの条件を付けるということがあります。つまり、我々の値段にどうしても賛成できない、自分たちの値段にこだわっておられる場合において、それがトリガーになって法的整理に行けばほとんど無一文になって、一般の商事債権も傷みますというところ。そこはわかったが、産業再生機構に「はいはい」というのはどうしても嫌だ」といわれる。そこで、「わかりました。そこまでのうのなら、我々の値段でまずスタートして、五年以内に本当にあなたの値段で売れたら、その差額

を七〇八割返します、しかし五年経っても売れなかったときは、改めて最初の私どもの査定に異議はない」という条件です。

これは国税当局から見ると、損金が増していいので、税法上の処理が難しい。実は産業再生機構を使いますと、税のメリットが非常にあります。在庫評価損と利益との通期の計算ができます。債権放棄を受けて、事業会社に債務免除の益が出ます。これは課税対象だったのですが、産業再生機構やRCCなどを活用された場合は、これも損金と通算できます。産業活力再生特別措置法による認定をもらうことによって、税法上のメリットがたくさんあるのです。したがって、我々は、国税当局にどのように現在ないし将来の損金を認定してもらおうかということ、常に相談しながらやっています。

実は我々のスタッフの中に国税から人が入って

おります。ちなみに申しますと、検察庁からも検事が入っていますし、経済産業省、財務省、金融庁、日本政策投資銀行、商工中央金庫、こういうところからも三人か四人ずつ位入っております。

一番有効なのは検事さんでして、この頃はなくなりましたが、最初のころ、政治家の先生から電話がかかってきた場合、「先生、申し訳ございませんが、このことは全部検事に報告することになっておりますので」といったら、二度とかかってこないということになり、このように非常に有効な制度にしてあるのです。政治家から何か要請がありあるいは官庁から何かいつてきた場合は、メモをとって検事に渡す。その検事はファイルをしておいて、何かあった場合は委員会に提出するという制度にしております。

そういうスタッフで構成されておりますが、税の問題は、結構重要な問題です。

コア資産については、右側にありますように、

担保価値を含んだ企業価値を差し引いた部分を放棄してもらおうということです。説明しますと、もし担保価値を高めに評価すると、ノンコアの部分について当然カット率は少なくなりますけれども、これは産業再生機構には何の関係もないわけです。肝心のコア部分については、実態バランスシートのアプローチによつて算定した、実質の債務超過額が債権放棄額の最大と考えていただきましたと思います。これを頭に入れた上で、事業再生計画におけるキャッシュフローを予定して、企業価値を算定します。

支援するということは、事業価値の方が債権放棄額よりは大きくなるように算定することになるわけですから、担保の評価額が債権放棄額と直接的にリンクすることはないということです。だから、バランスシートだけで債権放棄額を決めるこ

とは、普通はやりません。どうしても資産価値を上回る企業価値がほとんどない場合は、それはしよつがない。その場合にはバランスシートアプローチだけでやりますけれども、普通は資産価値を企業価値が上回っている。そういう状況をもつて支援できると見ますので、原則はバランスシートだけで見ることはない。

したがって、産業再生機構については、当初は、実態バランスシートを算出することにより資産価値が担保評価に一致すると我々がいつていることをとらえて、債権放棄額が担保評価と直接連動しているということは、我々が資産を低く評価するということであり、これは産業再生機構が利益を求めているからであるという批判の声がありました。この意見は、全体量においては債権放棄額と担保評価は直接的な関係がないわけですから、論理的間違いを起こしているわけです。この

ことは、新聞記者の皆さんに何度絵を描いて説明してもわかってくれない。むしろ、機構は利益のために厳しく評価すると書いた方が何となく受けがいいというか、わかりやすいということでしょうが、実際は、産業再生機構は利益集団ではありませんので、そんなことをやる必要もありませんし、債権放棄については、要は、コアとノンコアに分けて、ノンコアは金融機関に処理してもらってもいいのです。コアだけが問題であり、結果的には、実態バランスシートよりも事業価値が必ず高くなるような支援計画を立てているのだということであります。

八、法的整理と私的整理

お手元に図表はないのですが、簡単に、「法的整理と私的整理」の問題について申し上げておき

たいと思います。産業再生機構は、私的整理の機関であります。その目的は、過剰債務企業が抱える有用な経営資源の再生を行うことと、過剰供給構造を解消するために産業再生の促進を行うことです。

もう一つは、経営者が優れているとか、技術が優れているとか、何かキラツとするものがあつた場合には、その企業を支援対象にしてよいということになっております。

一般論で、会社更生法や民事再生法による法的整理は、当然、裁判所が関与しますから、多数決で決めますので、公平性、透明性は、ある意味ではあるわけであり、債権者、債務者、あるいは債権者間の権利調整はし易い。ただ、ポイントは、この場合一般商事債権いわゆる営業債権の毀損が大きいということです。

この前、大阪のマツヤデンキを手掛けました。

マツヤデンキの経営者が株投資で大損してしまつたのです。電機の販売の方はしつかりといつているのですけれども、バランスシートが大きく傷んでいます。借金して株を買って大損してどうにもならなくなり、それで、新しい会社へ営業譲渡をしようと考えたのです。経営者ごと全部アウトだけれども、商圏とビジネスは価値があるということとで対象にしようとしたのですが、うわさが出たりますと、どんどん傷んでいくことになり、物すごく怖いのです。

実は大阪の裁判所といろいろ協力体制を整え、事業者が法的整理、民事再生を申し込むや否や我々が産業再生機構法の適用を行うことによつて、先取特権を実行して、事業者を守つたのです。偏頗弁済になつたのですけれども、我々の法律が一緒に適用されたので、偏頗弁済とは判断されなかつた。つまり、ソニーや松下などが掛け金

で商品を購入しているわけです。民事再生にかかりますと、当然取引を現金決済するなり、止めるなり、手形の解消に入るなりしますから、商品の流れが止まってしまいます。そうなると小売店ですから倒れてしまいます。その倒れる寸前に、我々が一般商事債権は守りますという、いわゆる産業再生機構法を適用したのです。両方向時にやったということで、私はわかりませんが、法学者によると、これは興味のあるやり方だそうです。公的整理と私的整理が共同できるのか。本来は相対立するものではないかという学問としての論争になるなどいろいろ議論になりましたが、大阪では、裁判所がこれでいいと判断しましたのでやらせて頂いたと言つことでした。

私的整理は非常に速い。産業再生機構は遅い遅いといわれますけれども、我々スタートして二二カ月弱で一一件やりました。一カ月一本、事業再

生をやるというのは、驚異的スピードなのですが、これがなかなか分かっていただけないので。周りの皆さんが「少ない、少ない」というから、「では、今頃何件位やっておかなければいかなかったのか」と聞きますと、「五〇件位でしょう」なんて簡単なんです。しかし、皆さんが御存知の日本人で頑張っておられるユニゾンやMKS、あるいはリップルウッド、カーライル、などのプライベートエクイティ・ファンドなども日本に進出してきていて、債権処理に取り組んでいます。ローンスタは少し別として、彼らは、一般に、日本に進出して三年から七年程度です。彼らは平均すると、お叱りを受けるかもしれないのが、五年で三件か四件しかやっていないのではないのでしょうか。一年に一本、こんなものなのです。

リップルウッドの「コリンズさんと時々話をして

いますけれども、彼はよく案件が欲しいなんていうのです。彼らは、本当に案件が来ないし、できないのですが、産業再生機構は実は物すごいスピードでやっているのです。

私どもの処理のスピードは速く、三カ月から六カ月経つと債権を買い取って新しい経営に入ります。民事再生で大体一年弱かかります。会社更生法であれば、一年から一年半かかったうえ、その先が破産などということになるかもしれません。ただし、産業再生機構法では一般商事債権は傷まないということがありますけれども、債権者全員の合意が必要となります。全員の債権者が放棄することに合意するというのは大変なことなので、ここに公平性・透明性が法的整理に比較すれば劣後するということがあるかもしれません。

三井鉱山のときは、債権者の中にアジアの銀行がありました。最後には放棄してもらいました

が、そういうような努力をしているということですよ。

産業再生機構法は、公的整理と私的整理のいいところをとっていると考えていただければと思います。

先ほど少し触れましたが、経営者の責任問題が問われます。産業再生機構に行くと、必ず経営者責任をとらされるといことで、皆さんがやっぱりこれを嫌います。私にとって不思議なのは、銀行は、お金を貸している債権放棄させられるというか、します、しかし、債権放棄しても、事業会社の経営者が残っていいといわれるときが稀にあるのです、私はこれはちょっと理解できません。要するに、日本の銀行のコーポレートガバナンスがいかに効いていないかということです。銀行は株式会社ですから、お金を一〇〇億円貸して八〇億円放棄してしまつたら、経営者の責任を

追及していなかったら、私は、銀行の経営者が本当は代表訴訟を受けるのではないかと心配です。日本ではあまり受けないようです。受ければいいということをしているではありませんが、メカニズムとしてそうではないかと思えます。

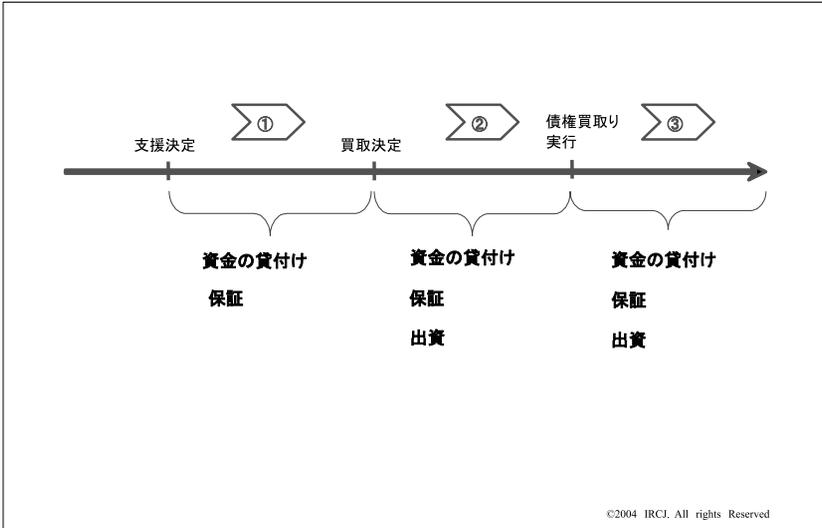
日本には言葉だけがある、例えば「市場主義」とか「コーポレートガバナンス」とか、言葉だけポンポン飛ぶのですが、実際適用するのはほとんどないのです。一般にきちんとした代表訴訟はちっとも行われていない。本当はそういう社会的な仕組みが相互に働いて、市場主義とか、減損会計とか、あるいはコーポレートガバナンスというものがワークするのだと私は思うのです。実際には「かぎ」が全部チャランチャランと外れている気がします。

産業再生機構は国民の皆さんの税金を一民間企業が失敗した経営に投入するのですから、経営者

が居残るのはあり得ないというのが私の考え方ですけれども、ただ、地方の二〇〇年続いている旅館の経営者を代えたりすると、どうもうまくいかないという面もあるのです。やっぱりいろいろなしがらみですね。あの方がおられるからというようにな世界がその町にあつたりして、そこはしようがないので、これはいろいろあるのでしょうか。大阪の駅前にありますマルビルの会長さんはいろいろ有名な方でしたが「とにかく代表権のない会長になってください」という説得をしました。息子さんはしつかりしていて、当然だということ、自分で社長をステップダウン——退かれましたから、再生にこぎつけたわけです。

やはり名譽とかいろいろあるのです。いずれにしても一般論としては、経営責任をとってもらいますが、現実的にはフレキシブルに対応するようにはしております。刑事的な問題があれば、これは

図表8 対象事業者への新たな資金の貸付け等について



論外になります。

九、対象事業者への新たな資金の貸付け

図表8にありますように、我々は、支援決定直後から買取り決定の間においても、融資をすることができるようになりました。これは非常に有効です。あまり個別の名前をいうと差し障りませけれども、ある全国展開しているユニークな技術を持つている会社があつて、産業再生機構に求められました。我々のチームが見たら、絶対再生するリテール分野の一種で全国的に大変な技術を持っている、やりましようという判断だったので、銀行が、今月の必要資金はどうしても出したくない、産業再生機構が出してほしいといわれたのです。しかし、当時は、支援決定した直後には

融資はできなかったのです。法制局が疑義ありと言っておりましたが、後で財務省や法制局と相談して、全部DIP (Debtor In Possession＝再生事業者) ファイナンスができるようになります。もちろん条件がありまして、担保を取らなければいけないとか、銀行と協調融資をしなければいけないとか、いろいろありますけれども、支援決定直後からできるようになりました。

買取り決定をした後は、短期のみならず、長期の融資もできるし、株の出資もできます。産業再生機構ができたときに、この機構は何なのだ、どういう形で資金を出すか、デット中心なのか、株中心なのかという論議があったのです。一般論としてはデット中心だということで、私は社長職をお引き受けしたときに、デットを供給していく会社だと思っておりました。デットは当然リスクが少ない。最悪の場合でもリファイナンスをする、

ブリッジをかければ良いということであり、ゼロになることはない。国民の資産をどこまでリスクにさらすかという意味では、当然デットだろうとということをやっていたのですが、対象企業は債務超過を起こしていますので、エクイティーが消えているのです。したがって、日経平均三万八〇〇円の株価が八〇〇〇円になったのは、実に証券市場は正しかったのです。あれは市場がおかしいという人は、上場会社の財務諸表を全部徹底的に調べてみたらわかる。エクイティーバリュが本当にちゃんと消えていたのです。デフレになってエクイティーバリュが消えていたのですが、その後、デフレでありながらも事業再生をきちんとやって、エクイティーバリュを戻してきている企業がたくさん出始めたので、株価が上がっているのです。これがもしインフレになれば、エクイティーバリュはもっと出てきますから、株は上

がるでしょう。けれども、デフレのままだったら、よほど頑張らないとエクイティーバリューはずっとは上がっていかないと思います。全く二極化したマーケットになる。だから、本当にバランスシートを分析できるアナリストが必要なのです。コメントを分析できるアナリストがなくては、本当にリアルバリューでバランスシートを分析できる人から見ると、株が、どの水準まで上がるかはよくわかりませんが、いずれにしても、その銘柄が上がる、下がるという傾向は非常にわかりやすいと思います。

一〇、支援決定案件とその特徴的

背景

図表9に書いていますが、再生しました対象企業です。

これらは幾つか触れましたが、特徴があるのは、マツヤデンキは、法的整理と私的整理の併用を行ったということです。

比較的時間がかかったのですが、三井鉱山は、NEDOという経済産業省のエネルギー政策に基づき融資が行われておりました。国の債権を放棄するということは大変なことです。当然官僚の方から見ると、先輩のまた先輩位が担当者であったので、何でおれが国会で説明しなければいけないのだとかいうことがありますから、大変だったのですけれども、同じように放棄していただきました。

九州産交では、話題になりましたけれども、民間都市開発機構（民都）が関係しました。民都の問題というのは、これもコーポレートガバナンスの問題だと思っております。景気が悪くなったときに、当然国の政策としていろんなことをやってい

図表9 支援決定済案件と特徴的背景

対象事業者	特徴的背景
➤ 九州産業交通	<ul style="list-style-type: none"> ・ 地方都市路線バスの統廃合問題 ・ 民都問題
➤ 三井鉱山	<ul style="list-style-type: none"> ・ 歴史的背景から蓄積してきた諸問題 ・ エネルギー政策(NEDOを含む)との関連
➤ うすい百貨店	<ul style="list-style-type: none"> ・ 「地方百貨店」産業の再生モデル ・ 民都問題
➤ ダイア建設	<ul style="list-style-type: none"> ・ 古典的な分譲マンション事業から新しい事業モデルへの転換による再生モデルの提示
➤ 明成商会	<ul style="list-style-type: none"> ・ 過剰債務業界における業界再編のための前処理モデル
➤ マツヤデンキ	<ul style="list-style-type: none"> ・ 法的整理と私的整理の併用による新たな整理モデルの提示 (事業毀損を最小化する整理スキーム)
➤ 八神商事	<ul style="list-style-type: none"> ・ スポンサー候補間の競争原理による弁済率向上
➤ 津松菱	<ul style="list-style-type: none"> ・ 地方卸売業の業界再編のための前処理モデル ・ 「地方百貨店」再生を軸とする地方市街地商店街の再生モデル
➤ 富士油業	<ul style="list-style-type: none"> ・ ファンドスポンサーのプリパッケージモデル ・ 親会社である富士興産の販売子会社支援 ・ 新日本石油グループの再編の中での機構活用
➤ 金門製作所	<ul style="list-style-type: none"> ・ 製造業の再生モデル ・ 機構から30億円のエクイティー投資 ・ 業界の談合体質の変革
➤ 大阪マルビル	<ul style="list-style-type: none"> ・ 過剰債務ホテルの再生モデル

©2004 IRCL. All rights Reserved

助したり、民都なども、土地現先をどんどんやつたのです。民都が土地を保有して、その間、資金を出す。一応、その金を使って、その土地で何かやりなさいということになっていたようですね。でも、実は、そのフォロアップは一切行われていなかった。九州産交では、草ペンペンのただフラットな土地であり、満期が来て、土地の値段は、それこそキャッシュフローで計算すると一分の一位なのです。しかし、もとの値段でちゃんと戻さない。これは国から金を借りたのだからという話で、進まなかったわけです。でも、我々には間に入らせていただいて、これは交渉先は国土交通省ですが、ご了解いただいて、ある程度債権を放棄していただきました。

富士油業は小さいのですが、一つ特徴があるのは、富士興産という親会社が富士油業にお金を貸

していたわけです。銀行ではありません。富士興産が持ち込んできました。自分たちの子会社を支援して欲しい。自分たちは債権放棄しますというケースでした。この場合、親子間の貸借関係さえあれば支援対象になりますので、必ずしも金融機関でなければならぬということはありません。

もっとも、この裏には、北海道銀行等との取引もあつたのですが、同社のもともとのメインバンクは、北海道拓殖銀行だったのです。北海道拓殖銀行があつたのよつになつたときに、北海道銀行あるいは北陸銀行に預けられた格好になつて、メインバンク不在ということだったのです。実は、この後ろには新日石が債権を持つておりますので、産業再生機構としては手掛けることになりました。

金門製作所は、皆さんの方がよくご存じだと思いますが、非常にユニークな会社ですね。一人の社長のもとに、連結子会社が数社あるのです。そ

して、金門グループといつてゐる。それぞれを全部子エックしたのですが、その上に、独禁法に数回抵触している。こんなものを支援するのかという問題があつたのですが、よくわかつたのは、独禁法をいくら適用して、法律で罰則をかけても、ビジネスモデルを変えていなかつたらだめだということですよ。業界には三〇数社もあつて、各社ともそれほどハイテクでもないのです。同じようにつくつて、みんな一緒に値段付けをしてゐるので、価格協定のよつなことを企んだのでしよう。我々は、そついつものに全く参加しないビジネスモデルにしました。再生した場合は、恐らく非常に強さを発揮すると思ひます。時間は少しかかると思ひますが。

残つた時間で、もし御質問があれば、ディスクロースできる範囲内でお話しします。一応ここでお話を終わらせていただきたいと思ひます。

関理事長 斉藤社長、どうもありがとうございます。
した。

時間も少し残していただいております。お話の中にも、個別の折衝の難しさが随分とあらわれていたと思いますけれども、差し支えない範囲でおっしゃっていただいておりますから、どなたでも御関心のある問題について質問・意見等がありましたらどうぞ御発言ください。

質問者 支援の基準のひとつである生産性向上基準について、これはデューデイリの時点で、毎年二%、ROEを改善されるとおっしゃった。ということとは、三年後ですから、ROEの水準を六%、累積すればもう少し大きいのでしょうか、その水準に置かれるということとは、一つは当然資本構造を組みかえられることもあるのでしょうかけれども、あとは、短期間に……。

斉藤 済みません、毎年でなくて、三年間でです。

質問者 三年ですが、なるほど。事業構造の組替えも、その短期間の中で計算されてしまうのですか。

斉藤 そうですね。考え方は、二%改善のラインに乗って行っていれば良いということになります。ただ、三年後にどのくらいのROEになっているだろうかというのは、当然計算をして、パスしているかどうかはチェックいたします。

例えば三井鉱山は、四ないし五つの事業があったわけですが、どうしてもROEが上がリませんから、ROEの悪い水処理、セメントは売却してしまったわけです。だから、ビジネスモデルを変えていく。今、主にコークスと石炭の輸入販売と港湾事業などに集約しております。

その結果、現在は追い風が吹き過ぎているので

すが、コークスの価格がスポットでトン一六〇ドル位まで上がってきました。ロングの契約でも一三〇ドル位に上がってきているのです。これは中国がコークスをアメリカに輸出していたのが、自分で消費してしまつて、輸出が減ってきている。

アメリカの鉄は、実は日本と中国のコークスで焼いているので、しばらくは暴騰すると思いますけれども、そういう事業に焦点を当てて、一気に再生させようというような事業計画を、そのときから立てております。

関理事長 よろしゅうございますか。では、どんなかいらいっしやいませんか。

質問者 規模で足切りということはあるのでしょうか。小さ過ぎたら当然対象にならないというところがあるのでしょうか。例えば足利銀行の地元の鬼怒川温泉などについて、最近報道が出ていますが、ああいう規模は小さいけれども、まと

めると温泉街としては大きいようなものがあるとしますと、そういうもので産業再生機構がお手伝いすることはできるのかできないのか。その観点とは少し違つかもしれませんが、それとは別に、規模としてある程度の基準があるのか、その辺をお聞きしたいのですが。

斉藤 まず、規模、ロケーション、中央か地方か、産業がどうかという入り口での差別はありません。しかし、先ほども申しましたように、一四〇人位でやっておりまして、法律では、買取りはあと一年で終わります。会社はあと四年で終わってしまうわけです。したがって、現在、実は手元にかんりの数の案件を持って走っております。そこへ、時々、今回のカネボウみたいに大きい案件が来ると、スタッフを大幅にそちらにシフトさせたりして、物理的になかなかサービスが十分できないということはあるのですが、小さいからでき

ませんか、そういうことはありません。

現実には、今いろいろやっている中に、地方の中小企業支援協議会という経済産業省が中心になって指導されている組織がありますが、そのようなどころから商工会議所を中心に持ち込まれた案件が幾つかあります。

既に手がけた案件の中でも、富士油業も、売上げなどの事業規模をみますと結構小さかったですし、デパートでも津松菱などは小さい規模です。こういうのは、どちらかというと地方の銀行側からも持ってこられております。

今、足利銀行の話が出ましたけれども、足利銀行の場合は、どんな風の吹き回しか知りませんが、いきなり産業再生機構のテーマだということになって、知事が何回もおいでになりました。どうしてこうなったのかなと思いつながら、取り組んでおりますが、鬼怒川には五〇位ホテルや旅館

があるので、正直いって、どうしようかというのが現状です。実はチームを作って、欧米でこのようなケースをどう処理したかとかを参考にしながらやっています。対象にしないということではありません。

ただ、難しいのは、鬼怒川に五〇位あるホテルの中で一軒を選んだとして、何であそこをやるのだ、何でおれのところをやらないのだという問題がすぐ起こるのです。そうすると、その問題は、だれが調整するのか。産業再生機構では調整はできませんので、お金を貸しておられる足利銀行にやってもらう必要がある。したがって、足利銀行とは非常にクローズなコンタクト、それから栃木県ともクローズなコンタクトをとりながらやっています。

担当大臣は金子大臣であります。地域再生担当大臣として、地域再生本部の副本部長も兼ねて

おられるのです。大臣というのは政治家ですから、いろんなことを考えて、一緒にやるのはちょうど都合がいいなという感じになって、産業再生機構において、一緒にやれないかというテーマは出ていますけれども、我々はやることはやりたいと思っています。小さいからやらないとか、そういうことはございません。

関理事長 それでは、時間の関係であと一人位だと思えますけれども…。

質問者 リップルウッドのようなところは、インダストリアルパートナーシップで、経営者のプーをいろいろと抱えていらっしやるようですねけれども、産業再生機構はそのあたりはどのようにされていらっしやるのですか。

斉藤 これは産業再生機構に限らず、恐らく日本の大きな課題だと思います。人材のことですね。今までは、どちらかというと比較的対象企業の規

模が小さかったものですから、ほとんどスポンサーつきになっていっています。スポンサーが全くついておられないのは三社か四社しかなくて、あとは全部スポンサーつきなのですが、今度は、大きな上場会社も対象となり、経営問題が当然出てまいります。そうすると、皆さんの中から、おれはどこかを経営したいとおっしやる方は手を挙げてほしいと、そういうことばかりいろんなところで申し上げています。

アメリカでは、例えば、エンロンを再生しているグループのヘッドの人は、ミスター・J・アリックスという、わずか四三歳位の人ですが、事業を起こしたのです。アリックスは「ターンアラウンド」という言葉をつくった本人ですが、彼は自分の会社に、再生マネージャー、ターンアラウンドマネージャーを、正確にわかりませんが、三〇人位置しているのです。これはウルトラプロで

す。彼らは会計学もわかる、もちろん法律もわかる、財務諸表分析もできる。宣伝になってもいいかもしれませんけども、マツキンゼー的なところにおいて実業もやっている人という人材です。アリックスの会社にいる人は、そういう人たちです。四〇歳から五〇歳位の人で、ベテランをファイルしているのです。彼らをエンロンへの経営に入れていきます。ワールドコムなどにも入れています。ストックオプションを持たせて、どん底でやりますから、物すごいリバレッジがかかるわけです。だから、余計なことですけども、彼が一年で得た所得が何十億になるのです。そういう産業という会社が、アメリカではできてきた。

日本にこういうのをつくるという動きがあるのです。会計士の仲間、法律家の仲間、税理士仲間、あるいは不動産鑑定士仲間、全部の知識が必要ですよ。それにビジネス・ターンアラウンドをす

る能力が必要なので、そういう人たちをプールしようという動きがいろんなところにある。これはいわゆるエグゼクティブ供給の会社みたいなところと、また少し違うのです。本当にビジネスをターンアラウンドできるプロです。

この前、新聞に、経営者が渡り歩く時代が来るというようなことが書いてありましたが、まさしくそうだと思います。しかし、どういふ方が本当にターンアラウンドができるか、難しいのですけれども、では、我々として何かファシリティーを持っているかという点、実はありません。私どもは再生事業に携わる経営者の公募を常にオープンにしております、自主申込みを常に受けております。自薦ですが、結構来ておられます。今、三〇〜四〇人程度の方がファイルされているのですが、皆さんの中にも、おれにひとつやらせてくれという方がおられましたら、申し込んでください

産業再生機構の現状

い。パフォーマンスが出なかつたらすぐ首になりますので、厳しい条件がありますけれども。現在はそういう状況でやっています。

そういう点では、プライベート・エクイティ・ファンドなどとは協力したいのです。ユニゾンやMKSなど、いろんな方と我々はよく情報交換をしています。

関理事長 では、まだまだお聞きになりたい方がいらっしゃるかもしれませんが、時間ですので、今日の「資本市場を考える会」はこれで終わりにしたいと思います。

斉藤さん、どうも大変ありがとうございました。(拍手)

() さいとう あつし・産業再生機構社長

() 本稿は、平成一六年三月九日に行われた講演会の記録で、文責は当研究所にある。

斉藤 惇 氏

略 歴

昭和38年3月 慶應義塾大学卒業
昭和38年4月 野村証券株式会社入社
昭和47年3月 ノムラセキュリティーズ・インターナショナル ニューヨーク店
昭和54年12月 野村証券本社公社債部
昭和58年3月 ノムラセキュリティーズ・インターナショナル ニューヨーク本社
出向
昭和60年11月 野村証券本社公社債部長
昭和61年12月 取締役 公社債部長 兼 転換社債部長囑託
昭和63年12月 常務取締役 資金債券本部、開発商品本部担当
平成2年6月 専務取締役 資金債券本部、開発商品本部担当
平成6年6月 専務取締役
審査本部、業務管理本部、検査管理部、総務業務、財務、システム
企画、広報部、法務、総合企画室、関連事業部、人事厚生管掌
平成7年6月 副社長
平成10年10月 野村証券株式会社 退職 スミセイ投資顧問株式会社 顧問
平成11年1月 住友ライフ・インベストメント株式会社 社長兼 CEO
平成14年6月 住友ライフ・インベストメント株式会社 代表取締役会長
平成15年4月 株式会社産業再生機構 社長

単行本

「兜町からウォール街」(2000年、金融ファクシミリ新聞社)
「夢を託す 住友ライフ・インベストメントの挑戦」(2000年、東洋経済新報社)

論 文

「産業再生機構の事業開始にあたって」(2003年、「金融」全国銀行協会)